

Flash Note: Los resultados de OpenAI y Anthropic hicieron temblar al ecosistema. Lectura pormenorizada de las cuentas.

Los mercados (analistas et al) intentan atribuir el retroceso de estas últimas sesiones a tres factores: (i) el repunte de los rendimientos en los bonos a largo plazo, (ii) la inquietud por el endeudamiento asociado al despliegue de la infraestructura de IA y (iii) las cifras de ventas conocidas de Anthropic y OpenAI. Para la mesa de *Market Intelligence* de JPM (que, por lo general, saben algo más que el inversor medio), la pérdida de tracción del “momentum” (o momo, como ellos lo llaman) responde a razones bastante menos trascendentales: un retroceso en el volumen de un mercado que por fin comienza a sentir el efecto del verano, y la ausencia de catalizadores tras la temporada de resultados. Su lectura vendría a ser que se trata más de una pausa coyuntural que del comienzo de algo más estructural.

Para mí, la cuestión más relevante de este *sell-off* del momentum visto estos días fue la pobre lectura que el mercado hizo de los resultados de OpenAI y Anthropic. No han tardado en proliferar en redes las habituales imágenes de un castillo financiero, en el que las piezas superiores contienen el nombre de un *hyperscaler* o un semiconductor, y tan solo dos finas piezas en la base sosteniendo toda la estructura y en las que se puede leer los nombres de OpenAI y Anthropic. La metáfora es visualmente eficaz y, como toda buena metáfora bursátil, quizá algo más dramática que rigurosa. ¿Qué puedo decirles? Por lo pronto, una certeza que he aprendido todos estos años: en los mercados nunca faltan guionistas dispuestos a escribir el desenlace más trágico, especialmente después de una sesión en rojo. No por ello conviene refugiarse en la complacencia. Conviene así detenerse en este punto y analizar con cariño las cifras de ambas compañías (Anthropic y OpenAI) para determinar si la evolución de sus negocios justifica el dramatismo. Debemos comprobar si la generación de beneficios en ambos casos es una expectativa razonable o, como algunos parecen haber decidido, una quimera financiada con deuda y entusiasmo. A continuación, mi lectura preliminar sobre este importante asunto.

I. Anthropic: crecimiento excepcional, pero cuando el mercado espera una línea vertical, incluso lo extraordinario puede decepcionar.

Ingresos: Despegue en el ritmo anualizado en ventas (ARR o Annual Recurring Revenue), que ha pasado de \$9bn en diciembre a \$65bn en julio. Esto supone un aumento del 622%. Más de siete veces el nivel de diciembre.

Beneficios: El aspecto cualitativamente más importante (y positivo) es que habría alcanzado su primer beneficio operativo trimestral, gracias a dos factores: 1) al crecimiento de Claude Code, y 2) también a la reducción del coste de computación por dólar facturado (cortesía de los avances en eficiencia en los semiconductores). Para que me entiendan: si un acelerador AMD procesa 40% más tokens por dólar, Anthropic, ve reducido el coste computacional de servir Claude, y eleva así su margen bruto.

¿Por qué decepciona entonces? Porque el mercado manejaba cifras de \$70–75bn de run-rate, y esperaba un trayecto hacia \$100bn para final de año. Con todo, alcanzar un ARR de \$65bn en julio no implica contracción, pero sí un ritmo inferior respecto de una curva esperada prácticamente vertical.

¿Cómo queda la guía para el futuro? Ventas 2026: 40-45bn (pero Reuters Breakingviews considera alcanzable \$100bn de run-rate a diciembre). Ventas 2027: ~100bn. Ventas 2028: \$190–200bn. Un nivel asombroso que ni siquiera NVDA alcanzó en 2025 (con \$130bn de ingresos por ventas). Para que nos entendamos. Un Anthropic con \$200bn de ventas en 2028 tendría aproximadamente la escala actual de Meta.

Mi valoración: Anthropic ha ofrecido una excelente evolución operativa. La tesis de escala parece, en mi opinión, intacta. No hay riesgo de demanda. Pero las principales preocupaciones del mercado son dos:

1. Determinar cuánto del ARR (ritmo anualizado de ventas) corresponde a consumo recurrente y cuánto refleja picos de utilización. Mi lectura: cuando una empresa incorpora la IA a sus tareas cotidianas, resulta muy improbable que vuelva atrás. El consumo no es completamente cautivo, puede cambiar de proveedor o utilizar varios modelos según su precio y eficacia. Pero eso ya ocurre actualmente; por tanto, una parte importante del consumo observado debería ser recurrente.
2. La posible deflación del precio y su efecto sobre los márgenes: Debo admitir el riesgo de que cada token vendido sea progresivamente más barato, y ello pueda golpear al margen. Aquí recurriré a la historia: el principio de Jevons sugiere que, cuando una tecnología se abarata, su demanda suele crecer más deprisa que la caída del precio, compensándola mediante un volumen mayor.

II. OpenAI: el crecimiento continúa, pero las pérdidas corren más.

Ingresos: También ha experimentado un despegue en el ritmo anualizado en ventas (Annual Recurring Revenue), que en este caso ha pasado de \$21.4bn en diciembre a \$40bn ahora (gracias a los \$3.3bn vistos en julio). Esto supone un aumento del 87%. Sin duda es menos espectacular que el 622% de Anthropic, pero es que OpenAI partía de una base mucho más alta: en diciembre Anthropic ingresaba \$0.75bn mientras que OpenAI ya ingresaba \$21.4bn. Aún así, OpenAI casi ha duplicado la cifra en siete meses y en datos secuenciales (trimestre a trimestre) arroja un crecimiento de casi el 20%. Estos datos de alta frecuencia indican que hay expansión.

Beneficios: Este representa el aspecto cuantitativo más relevante para OpenAI, y es negativo. A pesar del crecimiento en ingresos, las pérdidas operativas aumentaron de \$9,3bn en Q1 a \$12,3bn en Q2. La pérdida creció un 32% secuencialmente (bastante más que las ventas). El mensaje que cala en el mercado es que todavía no aparece apalancamiento operativo. Dicho de forma más sencilla, la escala aún o permite diluir los costes fijos.

¿Por qué decepciona? Al ser privada, no dispongo de un consenso de resultados, así que no sé qué esperaba exactamente el mercado para este Q2; pero sospecho que la decepción viene por la propia comparativa con Anthropic. Entre el Q1 y Q2, Anthropic pasa de \$4.8bn a \$11.5bn en ingresos, mientras que OpenAI solo logra pasar de \$5.7bn a \$6.7bn.

Comparativa financiera

USD bn	Anthropic	OpenAI
Revenue Q1 2026	4,8	5,7
Revenue Q2 2026	≈11,5–11,6	6,7
Crecimiento QoQ	≈+140%	+18%

¿Cómo queda la guía para el futuro en el caso de OpenAI? El objetivo interno para ventas 2026 estaría en los \$30bn (si bien HSBC tiene una estimación algo más alta, de \$34bn). ¿Está OpenAI en ritmo para alcanzar ese objetivo? Sí. En el primer semestre (1H26), OpenAI acumuló \$12.4bn. Para alcanzar los \$30bn en el año necesita ingresar \$17.6bn en el segundo semestre. Esto supone una media de \$8.8bn trimestrales (que es más que los \$6.7bn realizados este 2Q), pero no hay que olvidar que las ventas siguen en aceleración (véase el salto entre Q1 y Q2), por lo que creo el objetivo anual es todavía alcanzable.

De cara al 2027, la guía de ventas está en ~62bn; y para el 2028 en ~\$100bn; si bien esta trayectoria exige seguir financiando enormes costes de entrenamiento, inferencia y capacidad de cómputo durante varios años. Con todo, la guía apunta a cash flow positivo ya en 2029, cuando los ingresos podrían superar \$125bn. Una cifra, también, al alcance de tan solo unos pocos.

Conclusión

Los resultados financieros de Anthropic y OpenAI demuestran que la monetización de la IA no es una hipótesis: ambas han construido, en tiempo récord, negocios de decenas de miles de millones. Ya no hay duda razonable sobre la demanda. Quizás la duda sigue en si podrán convertir esos ingresos y ese crecimiento en beneficios sostenibles frente a su enorme coste. Sigo pensando que estamos ante una tecnología transversal (por lo que ambas tienen opciones reales de convertirse en compañías de enorme escala) y transformadora (por lo que ambas pueden convertirse en compañías de vanguardia). Como escribió Bill Gates, solemos «sobreestimar el cambio a dos años y subestimarlos a diez»; quizá el mercado esté haciendo ambas cosas simultáneamente; aunque el reciente sell-off de semiconductores y neoclouds parece estar corrigiendo ya la primera parte de la ecuación. Convendría no olvidar la segunda. Cordiales saludos.

Cordiales saludos

Alex Fusté
Chief Global Economist
ANDBANK